

2013. 02. 18

Analysts

최원열 02) 3777-8562
wonchoi79@kbsec.co.kr윤종민 02) 3777-8445
jongmin_yoon@kbsec.co.kr

Earnings Review

투자의견 (유지) **BUY**
목표주가 (유지) **120,000 (원)**

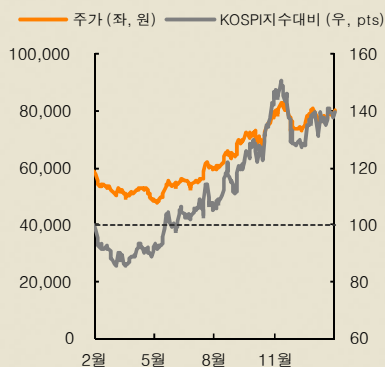
Upside / Downside (%)	50.0
현재가 (02/15, 원)	80,000
Consensus target price (원)	100,000
Difference from consensus (%)	20.0

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	2011	2012E	2013E	2014E
매출액 (십억원)	2,134	2,798	2,975	3,134
영업이익 (십억원)	74	260	306	379
순이익 (십억원)	(8)	145	172	225
EPS (원)	271	12,083	13,352	17,506
증감률 (%)	(96.7)	4,358.9	10.5	31.1
PER (X)	230.6	6.6	6.0	4.6
EV/EBITDA (X)	13.6	7.3	6.6	5.7
PBR (X)	0.5	0.6	0.6	0.5
ROE (%)	(0.6)	10.0	10.7	12.5

Performance

(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.4	0.8	34.7	35.6
KOSPI대비 상대수익률	0.5	(5.1)	33.4	37.8



Trading Data

시가총액 (십억원)	926
유통주식수 (백만주)	2
Free Float (%)	20.2
52주 최고/최저 (원)	83,000 / 47,900
거래대금 (3M, 십억원)	1
외국인 소유지분율 (%)	1.7
주요주주 지분율 (%)	정부(지식경제부)외 3인 75.0

자료: Fnguide, KB투자증권

지역난방공사 (071320)

4Q12 Review: 실적 상회와 Valuation 매력도

지역난방공사 실적 호조세는 2013년 1분기까지 지속될 전망이다. 높은 발전소 가동률 (89.5%, +11.9%p QoQ)과 겨울철 낮은 온도 (1월 평년대비 -1.1℃)에 따른 열판매 증가가 예상되기 때문이다. 2013년 영업이익은 3,062억원으로 2012년대비 17.7% 증가할 것으로 판단되며, 현재 PER/PBR은 각각 6.0X, 0.56X로 Valuation 매력도는 여전히 높은 것으로 판단된다.

4분기 실적 컨센서스 상회

4분기 매출액은 컨센서스를 7.3% 상회한 8,752억원, 영업이익은 컨센서스를 43.5% 상회한 1,129억원으로 집계됐다. 이는 ① 전년동기대비 각각 30.4%, 22.8% 증가한 열 판매수입과 전기 판매수입, ② 매출원가의 55.9%를 차지하는 LNG가격 하락 (전년동기대비 -1.3%)에 기인한다. 4분기 당기순이익은 전년동기대비 흑자전환한 781억원이며, 2012년 연간 기준 1,450억원을 달성했다. 2012년말 기준 EPS는 12,525원이며, 이는 PER 6.3X 수준이다.

2013년 영업이익 전년동기대비 17.7% 증가한 3,062억원 전망

LNG발전소 가동률은 2013년 1분기까지 높은 수준 (89.5%, +11.9%p QoQ, +4.5%p YoY 전망)을 유지할 전망이다. 이를 통해 열판매수입과 전기 판매수입은 전년동기대비 각각 11.5%, 4.3% 증가할 것으로 예상된다. 회사측은 2013년 영업이익과 당기순이익 가이드스 (별도기준)를 각각 +7.9% YoY, +6.9% YoY로 제시했다. 하지만 이는 환율 1,130원/달러, 두바이유 110달러/배럴 등 보수적인 가정에 기반하고 있어, KB투자증권은 영업이익 (연결기준) 3,062억원 달성이 가능할 것으로 전망한다 (KB투자증권 가정: 환율 1,062원/달러, 두바이유 100달러/배럴).

Valuation: 영업이익 흑자 유지시 현재주가는 Valuation 하단

2013년 기준 EPS와 BPS는 각각 13,352원, 142,721원으로 PER과 PBR은 각각 6.0X, 0.56X 수준이다. 2010~2011년 1분기 영업이익 흑자기간에 형성된 PBR Band는 0.54~0.72X였으며, 현재 PER 및 PBR 모두 과거 Band 하단에 위치하고 있어 주가의 우상향 기조는 지속될 것으로 판단한다. 향후 PBR 0.72X 달성 기준 upside는 현 주가대비 +28.4% 수준으로 평가된다.

지역난방공사 PBR 및 PER Band



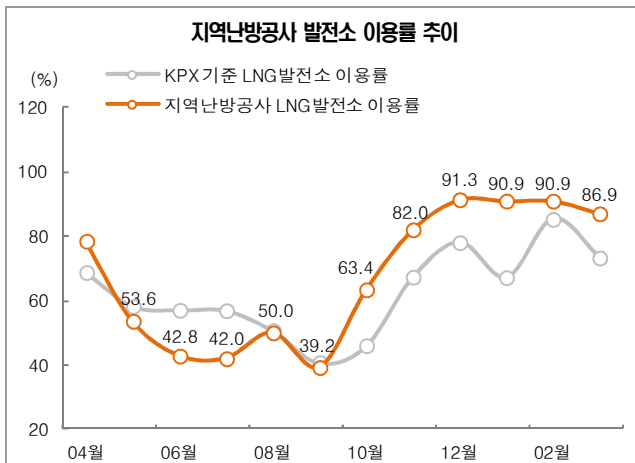
자료: Dataguide, KB투자증권

I. 지역난방공사 Summary



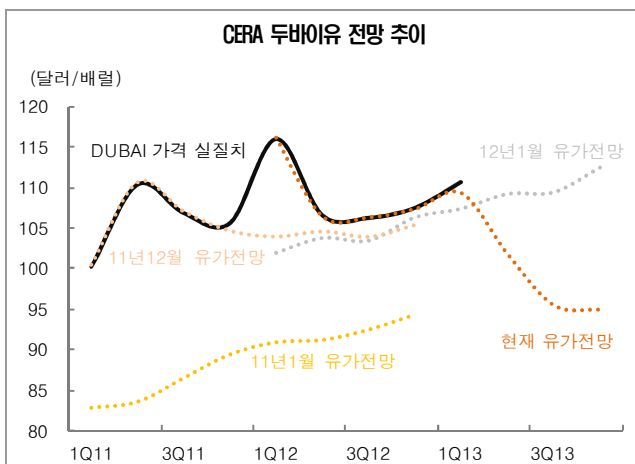
자료: DataGuide, KB투자증권
주: 2012년 1월 ~ 현재

- 지역난방공사 영업이익 (2010년~2011년 1분기) 흑자기간 동안 형성된 PBR Band는 0.54~0.72X
- 향후 영업이익 흑자 확대시 PBR 0.72X 도달이 가능하다고 가정했을 때 현주가대비 upside +28.4%
- 지역난방공사 1분기 영업이익은 전년동기대비 73.4% 증가한 1,983억원 전망 (2012년 1분기 영업이익 1,138억원). 영업이익 확대는 전년동기대비 각각 4.3%, 4.8% 증가한 전기판매금액과 열판매금액, 4.5% 하락한 매출원가 (LNG, 수열비 등)에 기인



자료: 지역난방공사, KB투자증권
주: 월평균 발전소 가동률 2012년 4월 ~ 현재

- 1분기 지역난방공사 LNG발전소 이용률은 국내 LNG발전소 평균 이용률대비 14.7%p 높은 89.6% 전망
- 열판매량이 증가하는 겨울철에 전기판매량 또한 점차 증가할 것으로 전망되며, 2013년 연간 지역난방공사 LNG발전소 이용률은 국내 LNG발전소 평균 이용률대비 5.2%p 높은 67.6% 달성 예상



자료: CERA (Cambridge Energy Research Associates), KB투자증권
주: 2011년 1월, 11월, 2012년 1월, 2013년 2월 전망치

- CERA (Cambridge Energy Research Associates)가 제시한 DUBAI유 가격 전망치
- CERA가 2013년 2월 전망한 2013년 연말기준 두바이유 가격은 현재 가격 대비 16.1% 하락한 94.9달러/배럴

4Q12 실적발표 주요 Q&A 정리

Q1. 2013년 전기 부문 가이드스에 전력가격 상한제 반영 여부

2013년 가이드스에 전력가격 상한제는 반영하지 않았음. 2012년에는 잇따른 원전정지로 전력시장 상황이 좋지 않아 지역난방공사 전력 판매량이 크게 증가하였는데, 2013년에는 원전정지를 가정하고 있지 않아 상대적으로 낮은 4.6%의 판매량 증가를 전망하고 있음

Q2. 열요금 정산금액 규모

2011년 정산금액은 2012년 6월~2013년 5월까지 회수하고, 2012년 정산금액은 2013년 6월~2014년 5월까지 회수할 것임. 참고로 2011년 정산금액은 540억원 수준이었음. 2012년 정확한 정산금액 규모는 산출 중에 있으며, 2011년 대비 100억원 정도 늘어날 것으로 예상됨. 2012년 정산금액은 오는 3월, 6월, 또는 9월에 열요금에 반영될 것으로 예상됨. 올해 열 부문 가이드스에 정산금액은 기반영되어 있음

Q3. 3월 열요금 인상 신청서 제출 여부

아직 신청서를 제출하지는 않았으며, 열요금 조정율과 관련해서 정부와 협의 중에 있음

Q4. 배당 계획

내부적으로는 성장기에 15% 수준으로 가져가려 계획하고 있지만, 대주주인 정부와 협의하는 과정이 남아있기 때문에 아직 구체적으로 결정된 사항은 없음

Q5. 2013년 가이드스 산출 기준

유가는 110달러/배럴, 환율은 1,130원/달러, SMP가격은 156원/kWh로 가정하였음

Q6. 인천중합에너지와 휴세스 매각 추진 계획

휴세스는 2012년 정부와의 협의를 통해 매각시기를 향후 손익분기점에 도달하는 시점으로 정하기로 하였음. 인천중합에너지는 2012년 재입찰을 시도했지만, 시장 상황이 좋지 않아 두 번의 유찰이 있었음. 올해 신정부가 들어서면서 공기업 운영방향이 설립되면 그 후 매각시기나 방법 등 방향이 정해질 것임

Appendices – Peers Comparison

표 1. 국내 유틸리티업체 밸류에이션 비교 I

(단위: 십억원)		한국전력	한국가스공사	지역난방공사	한전기술	한전KPS	삼천리
		A015760	A036460	A071320	A052690	A051600	A004690
Consensus 목표주가 (원)		41,250	101,500	100,000	98,500	69,500	161,100
현재주가 (02/15, 원)		30,800	65,000	80,000	79,000	54,400	104,000
Upside (%)		33.9	56.2	25.0	24.7	27.8	54.9
시가총액 (십억원)		19,772	5,023	926	3,019	2,448	422
비중 (Kospi내 %)		1.6	0.4	0.1	0.2	0.2	0.0
매출액	2011	43,532	28,494	2,134	663	925	2,942
	2012C	50,564	35,692	2,810	786	1,007	3,353
	2013C	54,410	35,925	2,882	975	1,139	3,310
	2014C	57,628	37,545	2,995	1,146	1,269	3,507
영업이익	2011	(685)	1,018	74	144	119	54
	2012C	(415)	1,260	244	153	142	41
	2013C	4,411	1,342	252	197	161	52
	2014C	5,500	1,441	270	239	182	52
순이익	2011	(3,293)	175	(8)	116	105	35
	2012C	(1,735)	389	145	134	118	40
	2013C	1,800	433	133	165	133	36
	2014C	2,612	515	147	197	150	36
EPS	2011	(5,251)	2,348	271	3,038	2,326	8,614
	2012C	(2,760)	5,090	12,713	3,514	2,620	9,914
	2013C	2,793	5,820	12,027	4,305	2,959	8,964
	2014C	4,190	6,780	12,958	5,165	3,334	8,755
BPS	2011	84,135	105,478	119,077	9,933	10,981	289,627
	2012C	81,252	109,160	131,543	10,917	11,677	284,832
	2013C	83,857	114,509	144,093	13,361	13,092	302,030
	2014C	87,765	121,628	159,516	15,803	14,606	308,072
매출액성장률 (%)	2011	10.2	25.3	39.2	14.3	10.4	11.5
	2012C	16.2	25.3	31.7	18.4	8.8	14.0
	2013C	7.6	0.7	2.6	24.1	13.1	(1.3)
	2014C	5.9	4.5	3.9	17.6	11.5	6.0
영업이익성장률 (%)	2011	적전	5.0	(48.5)	26.4	60.6	17.2
	2012C	적지	23.8	227.8	6.5	19.4	(23.4)
	2013C	흑전	6.5	3.5	28.5	13.2	25.9
	2014C	24.7	7.4	7.1	21.2	13.1	(0.2)
순이익성장률 (%)	2011	적지	(36.5)	적전	20.7	63.2	(53.8)
	2012C	적지	122.8	흑전	15.7	12.6	15.1
	2013C	흑전	11.1	(8.1)	22.5	13.0	(9.6)
	2014C	45.2	19.1	10.4	20.0	12.7	(2.3)

자료: Fnguide, KB투자증권

표 2. 국내 유틸리티업체 밸류에이션 비교 II

(단위: 십억원)		한국전력	한국가스공사	지역난방공사	한전기술	한전KPS	삼천리
		A015760	A036460	A071320	A052690	A051600	A004690
Consensus 목표주가 (원)		41,250	101,500	100,000	98,500	69,500	161,100
현재주가 (02/15, 원)		30,800	65,000	80,000	79,000	54,400	104,000
Upside (%)		33.9	56.2	25.0	24.7	27.8	54.9
시가총액 (십억원)		19,772	5,023	926	3,019	2,448	422
비중 (Kospi내 %)		1.6	0.4	0.1	0.2	0.2	0.0
EPS성장률 (%)	2011	적지	(34.4)	(96.9)	20.7	63.2	
	2012C	적지	116.8	4,591.6	15.7	12.6	15.1
	2013C	흑전	14.3	(5.4)	22.5	13.0	(9.6)
	2014C	50.0	16.5	7.7	20.0	12.7	(2.3)
영업이익률 (%)	2011	(1.6)	3.6	3.5	21.7	12.9	1.8
	2012C	(0.8)	3.5	8.7	19.5	14.1	1.2
	2013C	8.1	3.7	8.8	20.2	14.1	1.6
	2014C	9.5	3.8	9.0	20.8	14.3	1.5
순이익률 (%)	2011	(7.6)	0.6	(0.4)	17.5	11.3	1.2
	2012C	(3.4)	1.1	5.2	17.1	11.7	1.2
	2013C	3.3	1.2	4.6	16.9	11.7	1.1
	2014C	4.5	1.4	4.9	17.2	11.8	1.0
ROE (%)	2011	(6.1)	2.3	0.2	32.3	22.6	3.1
	2012C	(3.4)	4.8	9.7	31.1	23.4	3.5
	2013C	3.4	5.3	8.7	35.5	23.7	3.1
	2014C	5.0	5.8	8.5	35.4	24.1	3.0
PER (X)	2011	n/a	17.8	292.7	30.5	17.7	12.9
	2012C	n/a	12.8	5.8	19.9	23.2	12.6
	2013C	11.0	11.2	6.7	18.4	18.4	11.6
	2014C	7.4	9.6	6.2	15.3	16.3	11.9
PBR (X)	2011	0.3	0.4	0.7	9.3	3.8	0.4
	2012C	0.4	0.6	0.6	5.6	5.2	0.4
	2013C	0.4	0.6	0.6	5.9	4.2	0.3
	2014C	0.4	0.5	0.5	5.0	3.7	0.3
절대수익률 (%)	1M	(7.9)	(18.1)	0.4	(2.5)	(1.4)	(13.7)
	3M	12.8	(21.6)	0.8	41.6	(7.2)	(17.5)
	6M	26.2	26.0	34.7	5.6	6.7	14.2
	1Y	22.2	60.7	35.6	(33.6)	26.8	10.3
	YTD	1.1	(13.4)	8.1	12.7	(10.7)	(16.5)
초과수익률 (%)	1M	(7.8)	(18.0)	0.5	(2.3)	(1.3)	(13.6)
	3M	6.9	(27.5)	(5.1)	35.7	(13.1)	(23.4)
	6M	25.0	24.7	33.4	4.4	5.4	12.9
	1Y	24.4	62.9	37.8	(31.4)	29.0	12.5
	YTD	1.9	(12.7)	8.9	13.5	(9.9)	(15.7)

자료: Fnguide, KB투자증권

손익계산서

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	1,533	2,134	2,798	2,975	3,134
증감률 (YoY %)	21.6	39.2	31.1	6.3	5.4
매출원가	1,352	2,016	2,497	2,596	2,680
판매 및 일반관리비	51	55	68	72	75
기타	0	(11)	(28)	0	(0)
영업이익	131	74	260	306	379
증감률 (YoY %)	(18.4)	(43.1)	250.0	17.7	23.6
EBITDA	246	236	453	508	592
증감률 (YoY %)	(10.8)	(3.7)	91.7	12.1	16.6
이자수익	17	14	24	31	32
이자비용	57	89	51	57	65
지분법손익	(5)	(5)	(4)	(4)	(4)
기타	(1)	(11)	(73)	(77)	(78)
세전계속사업손익	95	(6)	164	207	271
증감률 (YoY %)	(49.7)	적전	흑전	26.0	31.1
법인세비용	7	2	19	35	46
당기순이익	89	(8)	145	172	225
증감률 (YoY %)	(38.7)	적전	흑전	18.4	31.1
순손익의 귀속					
지배주주	96	3	140	155	203
비지배주주	(7)	(11)	5	17	23
이익률 (%)					
영업이익률	8.5	3.5	9.3	10.3	12.1
EBITDA마진	16.0	11.1	16.2	17.1	18.9
세전이익률	6.2	(0.3)	5.9	7.0	8.7
순이익률	5.8	(0.4)	5.2	5.8	7.2

현금흐름표

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업현금	157	178	533	394	457
당기순이익	89	(8)	145	172	225
자산상각비	115	162	193	202	214
기타비현금성손익	12	76	71	17	17
운전자본증감	(59)	31	187	4	1
매출채권감소 (증가)	(49)	(42)	88	(47)	(7)
재고자산감소 (증가)	(1)	(13)	(58)	(16)	(3)
매입채무증가 (감소)	22	102	106	67	10
기타	(31)	(16)	51	0	0
투자현금	(631)	(520)	(484)	(460)	(484)
단기투자자산감소 (증가)	(51)	31	(54)	(5)	(5)
장기투자증권감소 (증가)	1	0	(1)	(5)	(5)
설비투자	(704)	(561)	(411)	(446)	(470)
유무형자산감소 (증가)	(4)	(1)	(9)	(0)	(0)
재무현금	409	306	26	(4)	96
차입금증가 (감소)	274	301	27	0	100
자본증가 (감소)	127	(14)	(0)	(4)	(4)
배당금지급	4	14	4	4	4
현금 증감	(65)	(36)	75	(70)	69
총현금흐름 (Gross CF)	216	231	409	390	456
(-) 운전자본증가 (감소)	50	(65)	(140)	(4)	(1)
(-) 설비투자	704	561	411	446	470
(+) 자산매각	(4)	(1)	(9)	(0)	(0)
Free Cash Flow	(543)	(266)	129	(52)	(13)
(-) 기타투자	(1)	(0)	1	5	5
잉여현금	(542)	(266)	128	(57)	(18)

자료: Fnguide, KB투자증권

대차대조표

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
자산총계	3,717	4,582	4,925	5,173	5,519
유동자산	568	549	652	651	734
현금성자산	143	61	193	128	201
매출채권	377	418	330	378	385
재고자산	43	56	114	131	133
기타	5	14	14	14	14
비유동자산	3,149	4,032	4,273	4,523	4,784
투자자산	83	111	130	136	141
유형자산	3,041	3,888	4,099	4,344	4,600
무형자산	25	34	43	43	43
부채총계	2,615	3,201	3,397	3,477	3,601
유동부채	686	657	948	1,016	1,026
매입채무	241	361	470	538	548
유동성이자부채	415	257	438	438	438
기타	30	39	39	40	40
비유동부채	1,929	2,544	2,449	2,462	2,575
비유동이자부채	1,915	2,288	2,131	2,131	2,231
기타	13	256	318	330	344
자본총계	1,102	1,380	1,528	1,696	1,917
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	114	114	114	114	114
이익잉여금	925	1,213	1,356	1,524	1,745
자본조정	(8)	(6)	0	0	0
지배주주지분	1,089	1,379	1,528	1,696	1,917
순차입금	2,187	2,485	2,376	2,441	2,468
이자지급성부채	2,331	2,545	2,569	2,569	2,669

주요투자지표

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Multiples (X, %, 원)					
PER	9.5	230.6	6.6	6.0	4.6
PBR	0.9	0.5	0.6	0.6	0.5
PSR	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	12.6	13.6	7.3	6.6	5.7
배당수익률	1.6	0.6	0.4	0.4	0.4
EPS	8,316	271	12,083	13,352	17,506
BPS	91,878	116,154	128,222	142,721	161,837
SPS	132,409	184,301	241,677	256,901	270,656
DPS	1,250	350	350	350	350
수익성지표 (%)					
ROA	2.6	(0.2)	3.1	3.4	4.2
ROE	9.1	(0.6)	10.0	10.7	12.5
ROIC	4.0	1.5	5.9	6.4	7.4
안정성지표 (% , X)					
부채비율	237.3	231.9	222.2	205.0	187.8
순차입비율	198.5	180.0	155.5	143.9	128.7
유동비율	82.8	83.6	68.8	64.1	71.5
이자보상배율	3.3	1.0	9.8	11.9	11.5
활동성지표 (회)					
총자산회전율	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	4.4	5.4	7.5	8.4	8.2
재고자산회전율	33.4	42.8	32.8	24.3	23.7
자산/자본구조 (%)					
투자자본	93.5	95.7	92.3	94.0	92.7
차입금	67.9	64.8	62.7	60.2	58.2

주: EPS는 완전회석 EPS

Compliance Notice

2013년 02월 18일 현재 당사는 상기회사와 특별한 이해관계가 없으며, 동 자료의 조사분석 담당자는 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 자료는 기관 투자자에게 사전 배포된 사실이 없습니다. 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

해당회사에 대한 최근 2년간 투자의견

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고	지역난방공사 주가 및 KB투자증권 목표주가
지역난방공사	2011/04/26	BUY	120,000		
	2011/08/31	BUY	120,000		
	2011/09/07	BUY	120,000		
	2011/09/21	BUY	120,000		
	2011/09/30	BUY	120,000		
	2011/10/26	BUY	120,000		
	2011/11/18	BUY	120,000		
	2011/11/22	BUY	120,000		
	2012/01/04	BUY	120,000		
	2012/02/13	BUY	120,000		
	2012/02/16	BUY	120,000		
	2012/02/20	BUY	120,000		
	2012/03/21	BUY	120,000		
	2012/04/05	BUY	120,000		
	2012/05/31	BUY	120,000		
	2012/06/21	BUY	120,000		
	2012/09/19	BUY	120,000		
	2013/01/03	BUY	120,000		
	2013/02/18	BUY	120,000		

투자등급 및 적용기준

구분	투자등급	적용기준 (향후 1년 기준)
업종(Sector)	OVERWEIGHT (비중확대)	시장대비 7% 이상 상승 예상
	NEUTRAL (중립)	시장대비 -7%~7% 수익률 예상
	UNDERWEIGHT (비중축소)	시장대비 7% 이상 하락 예상
기업(Report)	BUY (매수)	추정 적정주가 15% 이상 상승 예상
	HOLD (보유)	추정 적정주가 -15%~15% 수익률 예상
	SELL (매도)	추정 적정주가 15% 이상 하락 예상

본 저작물은 KB투자증권(주)가 저작권을 보유하고 있으며, KB투자증권(주)의 고객에게만 배포됩니다. 저작권자의 허락 없이 이를 무단전제, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.